

# 珀莱雅 (603605.SH)

一季度归母净利同比增长 46%，全品类多品牌布局日趋成熟

买入

## 核心观点

**公司业绩持续表现优异。**公司 2023 年实现营收 89.05 亿/yoy+39.45%，归母净利 11.94 亿/yoy+46.06%；其中 2023Q4 实现营收 36.56 亿/yoy+50.86%；归母净利 4.48 亿/yoy+39.06%。公司上市 6 年稳定实现收入复合增速 30%+，利润复合增速 35%+；同时，2024Q1 公司实现营收 21.82 亿/yoy+34.56%；归母净利 3.03 亿/yoy+45.58%。依托大单品持续迭代升级和持续完善的多品牌矩阵，公司逆势保持高增长。此外公司拟向全体股东每 10 股派利 9.10 元。

**分品牌看：**主品牌珀莱雅 2023 年实现营收 71.77 亿/yoy+36.36%，占比 80.73%；彩棠 2023 年实现营收增长 75.06%，占比 11.26%；OR 和悦芙媿 2023 年分别实现收入 2.15 亿元/3.03 亿元，目前悦芙媿已实现盈利，OR 略亏。

**分渠道看：**2023 年公司线上实现营收 82.74 亿/yoy+42.96%，占比 93.07%；其中线上直营营收同比增长约 50.70%，占比 75.91%；线下实现营收 6.16 亿/yoy+7.35%，近三年首次增速转正。

**分品类看：**2023 年公司护肤类收入为 75.59 亿/yoy+37.85%，占比 85.03%；美容彩妆类收入为 11.16 亿/yoy+48.28%；占比 12.55%。而大单品仍为主品牌珀莱雅核心驱动力，营收占比超 55%，同比提升约 10pct，其中双抗/红宝石/源力系列 2023 年营收分别同比增长 120%/200%/50%。

**毛利率稳步提升，销售费用率有所加大。**2023 年公司实现毛利率 69.93%/yoy+0.23pct，2024Q1 毛利率为 70.11%/yoy+0.07pct，高毛利线上渠道占比提升带动毛利率稳定上行。2023 年销售/管理/研发费用率分别同比 +0.98pct/-0.01pct/-0.06pct，2024Q1 则为 +3.62pct/-1.41pct/-1.05pct。新品牌孵化以及探索线下及海外渠道导致形象推广费用投放加大，其中 2023 年/2024Q1 形象管理宣传推广费率分别同比 +1.79pct/+3.82pct。

**风险提示：**宏观环境风险，新产品推出不及预期，行业竞争加剧。

**投资建议：**公司依托强劲的大单品布局实力，持续推进多品类、多品牌矩阵建设，在高基数下持续保持快速增长。随着主品牌珀莱雅进一步优化产品结构，并强化全渠道精细化运营效率，进一步夯实本土龙头品牌地位，保障公司业绩基本盘。而新品牌的日渐成熟，未来有望贡献业绩增量并成为公司新增长驱动。考虑到公司大单品占比持续提升带动客单价上行以及新品牌孵化成熟带来业绩增量，我们略上调公司 2024-2025 年归母净利润预测至 14.96/18.12（原值为 14.64/17.89）亿，并新增 2026 年归母净利 21.37 亿，对应 PE 分别为 27/23/19x，维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,385	8,905	11,015	13,175	15,441
(+/-%)	37.8%	39.5%	23.7%	19.6%	17.2%
净利润(百万元)	817	1194	1496	1812	2137
(+/-%)	41.9%	46.1%	25.3%	21.2%	17.9%
每股收益(元)	2.88	3.01	3.77	4.57	5.39
EBIT Margin	18.1%	17.2%	16.4%	16.5%	16.5%
净资产收益率 (ROE)	23.2%	27.4%	27.5%	26.7%	25.6%
市盈率 (PE)	35.9	34.4	27.4	22.7	19.2
EV/EBITDA	25.8	27.2	23.2	19.6	16.9
市净率 (PB)	8.32	9.44	7.53	6.05	4.92

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 美容护理·化妆品

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

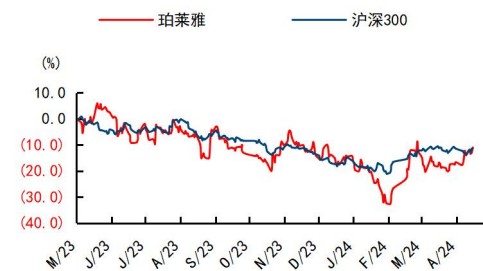
sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	103.46 元
总市值/流通市值	41049/40846 百万元
52 周最高价/最低价	175.00/75.01 元
近 3 个月日均成交额	270.69 百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

- 《珀莱雅 (603605.SH) - 三季度淡季实现稳定增长，期待双 11 大促积极发力》——2023-10-24
- 《珀莱雅 (603605.SH) - 二季度归母净利同比增长 110%，品牌势能不断释放》——2023-08-30
- 《珀莱雅 (603605.SH) - 上半年归母净利同比增加 55% 至 65%，国货美妆龙头地位稳固》——2023-07-13
- 《珀莱雅 (603605.SH) - 4 月线上 GMV 增长依旧强劲，积极备战“618”大促》——2023-05-22
- 《珀莱雅 (603605.SH) - 业绩逆势持续亮眼表现，立足“6\*N”战略丰富品牌矩阵》——2023-04-21

**公司业绩持续表现优异。**公司 2023 年实现营收 89.05 亿元，同比+39.45%；归母净利润 11.94 亿元，同比+46.06%。其中 2023Q4 实现营收 36.56 亿元，同比+50.86%；归母净利润 4.48 亿元，同比+39.06%。2024Q1 实现营收 21.82 亿元，同比+34.56%；归母净利润 3.03 亿元，同比+45.58%。公司受益于线上渠道营收的稳定增长、主品牌产品的持续迭代升级，以及彩棠等新品牌收入占比的提升，整体业绩实现稳健表现。

同时公司拟向全体股东每股派发现金红利 0.91 元（含税），加上 2023 半年度每股派发现金红利 0.38 元（含税），以及通过集中竞价方式回购 3908 万元，合计现金分红金额占归母净利比例为 45.98%，剔除集中回购，公司 2023 年合计派发现金股利占归母净利润 42.7%。

### 分品牌来看：珀莱雅品牌稳健增长，彩棠表现亮眼

1) **珀莱雅**：主品牌珀莱雅 2023 年实现营收 71.77 亿，同比增长 36.36%，营收占比 80.73%，保持稳健增长态势。具体来看，珀莱雅品牌在天猫上 2023 年复购率 38%+，客单价提升至 350 元+。在抖音上珀莱雅复购率 25%左右，客单价 300 元左右；自播占比 50%，达播占比 35%。且两大平台的 ROI 仍保持在 3+。

目前大单品仍是珀莱雅品牌的核心发力点，营收占比超 55%，复购率为 40%+，在天猫/抖音/京东线上主流平台上占比分别为 75%+/55%+/55%+。以天猫为例，双抗/红宝石/源力系列占比分别为天猫比 36%+/30%左右/10%+。

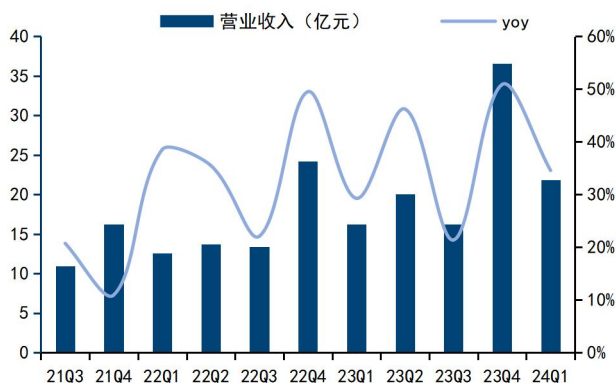
2) **彩棠**：2023 年实现收入 10.01 亿元，增长约 75.06%，营收占比 11.26%。品牌在天猫平台客单价为 200 元+，复购率 15%，抖音平台客单价 250 元+，复购率为 20%+。

3) **其他品牌**：OR 品牌 2023 年实现收入 2.15 亿元，同比增长 71.17%；悦芙媞品牌实现收入 3.03 亿元，同比增长 61.82%，保持较高速增长。

**分渠道来看：线上收入持续提升，疫后线下逐渐恢复。**公司线上 2023 年实现收入 82.74 亿元，同比+42.96%，占比 93.07%；公司线上业务主要受直营业务拉动占比持续提升，2023 年直营同比增长约 50.70%，占比 75.91%。2023 年线下收入 6.16 亿元，同比+7.35%，占比 6.93%，近三年首次增速转正。

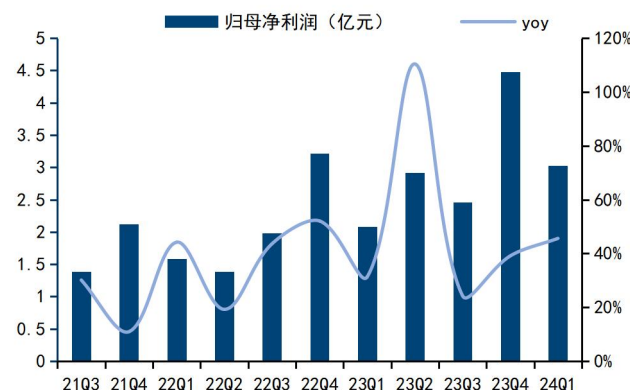
**分品类看**：公司 2023 年护肤类收入为 75.59 亿元，同比增长 37.85%，占比 85.03%；美容彩妆类收入为 11.16 亿元，同比增长 48.28%，占比 12.55%，主要系彩棠增长拉动。

图1：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

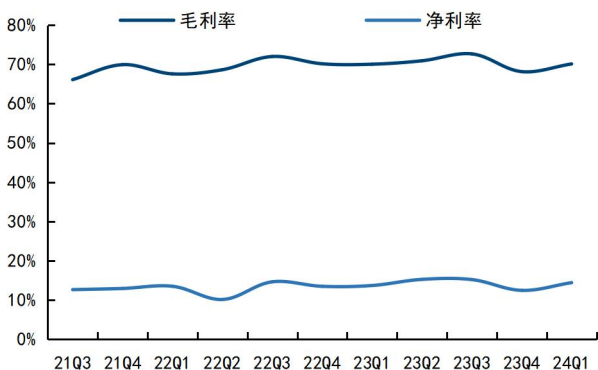
图2：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

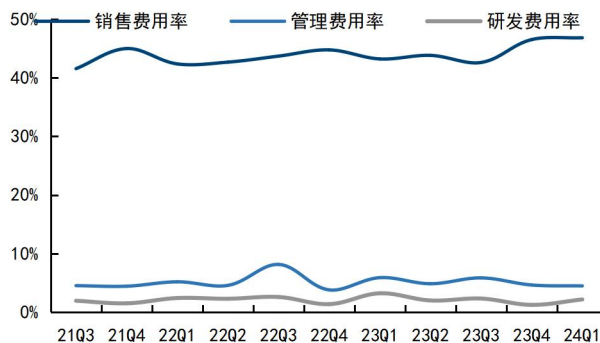
**盈利能力方面**，公司 2023 年实现毛利率 69.93%，同比+0.23pct，2024Q1 毛利率 70.11%，同比+0.07pct，主要受益于高毛利的线上渠道占比提升。公司 2023 年销售/管理/研发费用率分别同比+0.98pct/-0.01pct/-0.06pct，2024 年 Q1 则分别+3.62pct/-1.41pct/-1.05pct。销售费用提升主要系新品牌孵化、线下渠道及海外渠道探索带来形象推广费用投放加大，其中 2023 年/2024Q1 形象管理宣传推广费率分别同比+1.79pct/+3.82pct。

图3：公司单季度毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

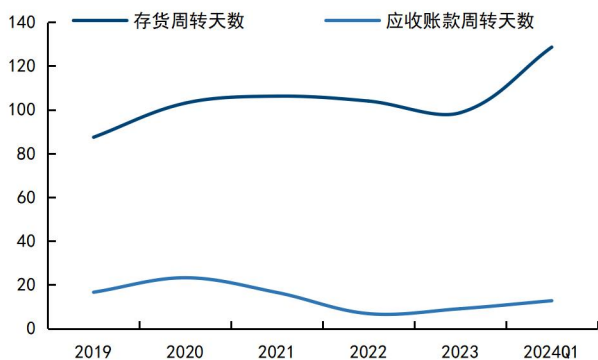
图4：公司单季度费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

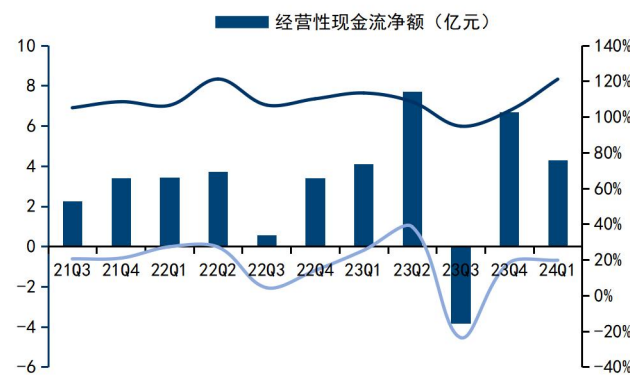
**营运能力及现金流方面**，公司 2023 年存货周转天数约 99 天，同比下降 5 天；应收账款周转天数 10 天，同比上升 3 天。23 年及 2024Q1 公司经营性现金流净额分别同比+32.19%/5.15%，均保持良好趋势。

图5：公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 投资建议：

公司依托强劲的大单品布局实力，持续推进多品类、多品牌矩阵建设，在高基数下持续保持快速增长。随着主品牌珀莱雅进一步优化产品结构，并强化全渠道精细化运营效率，进一步夯实本土龙头品牌地位，保障公司业绩基本盘。而新品牌的日渐成熟，未来有望贡献业绩增量并成为公司新增长驱动。考虑到公司大单品占比持续提升带动客单价上行以及新品牌孵化成熟带来业绩增量，我们略上调公司 2024-2025 年归母净利润预测至 14.96/18.12（原值为 14.64/17.89）亿，并新增 2026 年归母净利润 21.37 亿，对应 PE 分别为 27/23/19x，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2024-4-18)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%)	PEG	投资 评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)	(24E)	
603605.SH	珀莱雅	103.46	410	3.01	3.77	4.57	5.39	33.03	27.45	22.65	19.21	27.45	1.09	买入
300856.SZ	科思股份	82.58	140	4.33	5.59	6.99	8.62	14.36	14.76	11.82	9.58	27.93	0.51	增持
600223.SH	福瑞达	7.88	80	0.30	0.37	0.44	0.50	32.27	21.59	18.03	15.83	7.56	0.97	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3161	4011	4893	6138	7650	营业收入	6385	8905	11015	13175	15441
应收款项	102	427	453	541	635	营业成本	1935	2677	3304	3934	4600
存货净额	669	797	994	1186	1389	营业税金及附加	56	91	97	116	136
其他流动资产	215	310	771	922	1081	销售费用	2786	3972	5011	5997	7037
<b>流动资产合计</b>	<b>4147</b>	<b>5545</b>	<b>7111</b>	<b>8788</b>	<b>10754</b>	管理费用	327	455	558	658	767
固定资产	778	879	971	1057	1130	研发费用	128	174	243	295	351
无形资产及其他	420	405	390	374	359	财务费用	(41)	(59)	(78)	(105)	(139)
投资性房地产	294	381	381	381	381	投资收益	(6)	(17)	3	3	3
长期股权投资	139	114	234	354	474	资产减值及公允价值变动	(165)	(108)	10	10	10
<b>资产总计</b>	<b>5778</b>	<b>7323</b>	<b>9086</b>	<b>10953</b>	<b>13097</b>	其他收入	(94)	(140)	(243)	(295)	(351)
短期借款及交易性金融负债	203	204	200	200	200	营业利润	1058	1503	1892	2292	2704
应付款项	545	1055	1220	1455	1704	营业外净收支	(3)	(7)	0	0	0
其他流动负债	680	861	1328	1586	1859	<b>利润总额</b>	<b>1054</b>	<b>1495</b>	<b>1892</b>	<b>2292</b>	<b>2704</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1428</b>	<b>2120</b>	<b>2748</b>	<b>3241</b>	<b>3764</b>	所得税费用	223	265	350	423	499
长期借款及应付债券	724	753	753	753	753	少数股东损益	14	37	47	57	67
其他长期负债	88	49	49	49	49	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>817</b>	<b>1194</b>	<b>1496</b>	<b>1812</b>	<b>2137</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>813</b>	<b>803</b>	<b>803</b>	<b>803</b>	<b>803</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2241</b>	<b>2923</b>	<b>3551</b>	<b>4044</b>	<b>4566</b>	净利润	817	1194	1496	1812	2137
少数股东权益	13	51	86	128	178	资产减值准备	116	(51)	16	9	10
股东权益	3524	4350	5449	6781	8352	折旧摊销	70	81	118	131	144
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5778</b>	<b>7323</b>	<b>9086</b>	<b>10953</b>	<b>13097</b>	公允价值变动损失	165	108	(10)	(10)	(10)
						财务费用	(41)	(59)	(78)	(105)	(139)
						营运资本变动	306	(33)	(36)	71	77
						其它	(106)	76	19	33	40
						<b>经营活动现金流</b>	<b>1370</b>	<b>1374</b>	<b>1603</b>	<b>2047</b>	<b>2399</b>
						资本开支	0	(5)	(201)	(201)	(201)
						其它投资现金流	0	0	0	0	0
						<b>投资活动现金流</b>	<b>31</b>	<b>20</b>	<b>(321)</b>	<b>(321)</b>	<b>(321)</b>
						权益性融资	(1)	0	0	0	0
						负债净变化	0	0	0	0	0
						支付股利、利息	(183)	(407)	(396)	(480)	(566)
						其它融资现金流	(265)	270	(4)	0	0
						<b>融资活动现金流</b>	<b>(631)</b>	<b>(544)</b>	<b>(401)</b>	<b>(480)</b>	<b>(566)</b>
						<b>现金净变动</b>	<b>770</b>	<b>850</b>	<b>882</b>	<b>1246</b>	<b>1511</b>
						货币资金的期初余额	2391	3161	4011	4893	6138
						货币资金的期末余额	3161	4011	4893	6138	7650
						企业自由现金流	0	1307	1350	1774	2100
						权益自由现金流	0	1577	1409	1860	2214

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032